

EVA

THE REAL KEY TO
CREATING WEALTH

经济增加值 ——如何为股东创造财富

[美] AI·埃巴 著



中信出版社

经济增加值

——如何为股东创造财富

[美] Al·埃巴 著

凌晓东 刘文军 译
张春子 刘云鹏
凌晓东 审定

图书在版编目 (CIP) 数据

经济增加值－如何为股东创造财富/ (美) Al·埃巴著，
凌晓东等译.－北京：中信出版社，2001.1

ISBN 7－80073－292－4

I.E… II.①埃…②凌… III.公司－企业管理

IV.F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 54949 号

EVA: THE REAL KEY TO CREATING WEALTH

©1998 by Al Ehrbar and Stern Stewart & Co.

All Rights Reserved. Authorized translation from the English
language edition published by John Wiley & Sons, Inc.

经济增加值

——如何为股东创造财富

JINGJI ZENGJIA ZHI

著者	[美] Al·埃巴	开本	880mm×1230mm 1/32
译者	凌晓东 等	印张	10.375
责任编辑	李 慧	字数	177 千字
责任监制	王祖力	版次	2001 年 1 月第 1 版
出版者	中信出版社 (北京朝阳区 新源南路 6 号京城大厦 邮编 100004)	印次	2001 年 1 月第 1 次印刷
承印者	中国科学院印刷厂	书号	ISBN 7－80073－292－4 F·216
发行者	中信出版社	京权图字	01－1999－3577 号
经销者	新华书店北京发行所	定价	58.00 元

版权所有·翻印必究

致 谢

我很想说，本书阐述的观点是我自己的，大多数人也会这样说。事实上，我的作用主要是翻译和解释。EVA（Economic Value Added，经济增加值）的概念，以及与这一概念有关的财务管理和激励制度，它们是一些伟大人物的贡献。我所拥有的就是有幸结识这些伟大人物，并与他们当中的一些人建立了友谊。我十分感谢他们关于如何创造财富的重要教诲，我希望能够正确地表述这些思想。

正如乔尔·M·斯特恩（Joel M. Stern）在本书前言中所说，EVA 的理论渊源是诺贝尔奖经济学家默顿·米勒（Merton H. Miller）和弗兰科·莫迪利亚尼（Franco Modigliani）关于公司价值的经济模型。另外，EVA 还来自于迈克尔·C·詹森（Michael C. Jensen）和已经故去的威廉·H·麦克灵（William H. Meckling）在组织行为方面的开创性工作。他们两位是我在罗杰斯特大学读书时的教授。比尔（Bill）是我所遇到的最伟大的教师之一，他关于

公司理论的课程不仅提供了坚实的微观经济学基础，而且为分析各种自利行为和动机建立了一个宝贵的框架。

乔尔·斯特恩和 G·贝内特·斯图尔特三世 (G. Bennett Stewart III) 是斯特恩-斯图尔特公司 (Stern Stewart & Co.) 的创始人。他们的主要工作是，将上述这些理论突破加以完善，表述成为一个容易理解的体系，以便于管理人员用来指导公司的资源配置。这是一个很大的功绩。金融经济学家一直使用成本的概念，包括所谓的正常投资回报 (normal return on investment)。超过正常投资回报，公司才真正开始获利。在 60 年代后期，这种观念是当时领先的工商管理学院的价格理论课的基本内容。长期以来，常规的会计制度严重扭曲了企业的真实经济状况。掌握这些知识是一回事；将其表述成人们容易理解的方式，并应用于每天的管理决策则是另一件事。乔尔和贝内特完成了这一任务。他们付出了半个多世纪的努力，使现代金融理论成为企业管理人手中的工具。

EVA 理论发展到今天的程度还得益于许多其他人的贡献。这些人包括（但决不仅限于这些人）：斯特恩-斯图尔特公司的合伙创始人戴维·M·格拉斯曼 (David M. Glassman)，他指导大量公司采用 EVA

管理模式；还有埃莉·莉莉 (Eli Lilly)，博伊斯·喀斯喀德 (Boise Cascade) 和 J·C·彭妮 (J. C. Penney)；斯特恩－斯图尔特公司合伙人丹尼斯·索特 (Dennis Soter)，他主要负责 EVA 方法在财务策略和资产负债结构方面的应用。

其他需要特别提到的人士有：格雷戈里·V·米拉诺 (Gregory V. Milano)，他曾在许多公司担任 EVA 项目的负责人，包括在新西兰电信 (Telecom New Zealand)、西门子和 Tatetlyle 等公司，他现在负责斯特恩－斯图尔特公司的欧洲业务；还有与 SPX 公司、Herman Miller 公司合作的贾斯廷·佩蒂特 (Justin Pettit)；以及 EVA 南美项目推广主任约翰·M·弗格森 (John M. Ferguson)。

然而，对 EVA 管理模式贡献最大的是企业的首席执行官，特别是那些在 5 年前《财富》杂志“认可”之前就认识到 EVA 的价值、并有勇气接受它的首席执行官们。当时，我的一位在《财富》杂志工作的同事采用了肖·塔利 (Shawn Tully) 写作的封面故事，给予 EVA 宝贵的支持。我在本书的副标题中借用了那个封面故事的名称。

我还要感谢几位帮助我完成本书写作的人士。我多年的朋友和同事欧文·罗斯 (Irwin Ross) 和约翰·高夫 (John Goff)，他们在资料收集方面提供

了重要的帮助。汤姆·林德（Tom Leander）和塞西尔·莱弗特（Cecile Lefort）承担了许多额外的工作，减轻了我斯特恩－斯图尔特公司的日常工作，有时从事写作。本书编辑米纳·塞缪尔斯（Mina Samuels）在本书的语言和结构上提供了指导。尤其是，我要感谢我的妻子玛丽娜的耐心和鼓励。

AL·埃巴（Al Ehrbar）

纽约，1998年7月

前 言

作为一种度量公司业绩的指标，EVA 成为经济学家工具箱中的一件工具已经有 200 多年的历史了。EVA 最基本的形式是公司的剩余收入 (residual income)。也就是说，投资人为了获得适当的回报，投资回报必须大到能够弥补投资风险。如果经营利润 (operating return) 刚好等于补偿风险的必要回报，公司的剩余收入就是零。当然，必要回报针对的资本应当包括股权和债务。

另一方面，尽管也使用了剩余收入的概念，会计利润仅扣除了高等级证券 (senior securities) 的必要回报、债务利息和优先股的派息。会计上的剩余收入也称为税后净利润，或者更流行地称为利润底线 (bottom line)，认为普通股股东的资金是免费的。也就是说，不考虑普通股资金的成本。会计学的理论家们建议，所有的净利润都应归于股东。股东是企业惟一的所有者，他们可以确定什么是必要的回报率。

当然，关键的问题是这种度量业绩的指标可能导

致什么样的行为方式，特别是，当这种指标用于评价新的投资机会，包括收购和兼并，或者制定薪酬政策来激励管理层的时候。如果计算资金成本的范围过小，管理人对新的投资将会投入多少精力？激励的问题也是同样。如果考虑资金成本的范围过小，人们就不会节俭地使用这些资金。

EVA 理论的一个方面是如何计算所有资金的必要回报率。同样重要的是如何正确计算经营利润。在这一方面，会计制度简直是一场灾难。斯特恩－斯图尔特公司列举了公认会计原则 GAAP (generally accepted accounting principles) 当中 120 多种潜在的“扭曲” (distortions)。为了文雅一点，我们称之为会计失真 (accounting anomalies)。如果不解决这些问题，EVA 就不会成为一种有用的管理方法。

我认为，EVA 流行的一个原因是，它可以把会计信息转化成非财务人员容易了解的经济现实。在我们为客户举办的每一个 EVA 培训项目中，学员们都认为把 EVA 作为一个业绩度量指标是真正有意义的事情。这些学员大多是企业经营管理人员，他们几乎读不懂公司的财务报告。

如果不加干预，GAAP 可能扭曲经济现实，使企业错误地配置资源。激励制度可能进一步强化 GAAP 业绩度量指标，比如利润底线，从而导致侵蚀股东财

富的后果。如果你全部薪酬的 50% 都与公司净利润的年增长率挂钩，你发现公司的销售利润率下降，你会怎么办？你将被诱使削减 R&D 支出、广告宣传和其被 GAAP 列入成本的项目，以便保证你自己的奖金收入。但是 EVA 将这些项目视为投资。

本书的一个主要目的就是，通过实际的案例来说明 EVA 对“会计失真”的矫正，以及 EVA 如何协调股东和管理人的利益，使之趋于一致。所以，EVA 除了是一个度量业绩的指标之外，还是激励人们行为的一种机制。这后一种作用与前一种作用同样重要。EVA 要求建立一种导致良好行为的激励机制。我们认为，没有这些激励机制，EVA 就只不过是另一种度量业绩的指标。没有激励机制，就不会有人们行为上的持续变化。

在 EVA 管理模式发展过程中伴随的一个问题是一——这也是我们经常问到的问题，为什么这一概念在提出之后二百多年才流行起来。这个问题可以在 40 多年前开始的金融经济学革命中找到答案。这场革命开始于诺贝尔奖获得者默顿·米勒（芝加哥大学）和弗兰科·莫迪利亚尼（麻省理工学院）在 1958 年、1960 年和 1961 年发表的一系列论文。从此，微观经济学的基本理论第一次被应用于公司财务；它向人们证明，是企业的经济模型，而不是会计制度，更应受

到人们的重视。简而言之，他们的理论证明：

- 关键的价值驱动因素是经济利润和与风险直接挂钩的必要投资回报。
- 公司市场价值是投资人理性行为的结果。在一定程度上，是领先的投资者支配着公司股价的预期过程。
- 资本结构风险可以从公司的资产风险、经营风险中分离出来。

用最简单的语言来说，米勒—莫迪利亚尼的理论告诉我们，为什么贴现现金流（DCF，discounted cash flow）作为一个流程，净现值（NPV，net present value）作为一个指标，能够反映现实世界中市场是如何运作的。因此，如果管理人关心他们的决策对股东价值的影响，那么就应当采用这些方法。结果，DCF 和 NPV 成为一种实用的方法。在评价投资决策的过程中，DCF 作为一个流程，对不同时间发生的现金收支赋予不同的价值。由于货币具有时间价值，近期的现金收支比将来的现金流更加重要。另一方面，NPV 使用一种特殊的利率来评价货币的时间价值，因而反映了相应的现金收支所具有的风险。我称之为必要的风险回报率（required rate on return for

risk)。在公司财务方面的文献中，它被称为资金成本 (cost of capital)。

但是变化并没有那么快。尽管在 1958 年到 1991 年间主要的工商管理学院毕业生超过了 10 万人，企业管理高层仍然墨守传统的会计原则，尤其是在激励机制方面。这种做法是错误的，但并不仅仅是一个业绩度量指标问题。所谓的多元化企业集团开始流行。多元化企业集团大量出现，单一产品的企业逐渐退出舞台。极其成功的企业，包括可口可乐公司，也开始从事多元化经营，尽管效果很差。在确实带来价值上的协同效应的地方，一个有利于卖方的竞争性市场消减了买方的利益。平均来说，在多元化投资项目上，最好的也只得到了零值 EVA 的回报。通常，股东财富受到了严重的侵蚀。

回顾起来，当时的企业集团代表了一种过分的多元化。那些支配股票价格的先行投资者们已经持有充分多元化的资产组合，他们并不需要手中的企业也从事多元化经营。并且，这些先行者们是在当前市场价格上购买了手中的资产，而那些多元化企业为了获得对目标企业的控制权付出了高价。显然，这是公司治理结构存在问题。换句话说，这些企业为收购多元化业务付出的溢价不过是对市场波动做出了慷慨的贡献。这些高价收购代表了真正的浪费；在一段较短的

时间以内，这些先行者们把这个信息急迫地“传递”给公司管理层，通过抛售压低了它们的股价。在这种情况下，公司治理结构是无效的。

公司董事会和管理高层拒绝使用 NPV 来评估项目，坚持传统的会计制度和每股盈余指标。我们都记得那些日子，市盈率较高的企业被认为可以收购那些市盈率较低的企业。因为在股权交换的场合，买家的每股盈余增加了。但是相反的交易一般不为董事会接受，因为它降低了公司的每股盈余。这种看法未免过于天真，因为不管是谁是买家，合并后的企业都是一样的。正是在公司历史的这个阶段，NPV 和 DCF 的应用受到了广泛的抵制。这种情况让金融学教授们感到困惑。他们的研究表明，操纵每股盈余是没有意义的。

为什么企业界广泛反对 NPV 呢？NPV 方法的问题在于，它是一个存量指标，而年度的薪酬计划必须和一个流量指标挂钩。也就是说，他们反对把 NPV 作为一种贴现现金流的指标，是因为 NPV 不能用于激励企业的管理高层。正像你在第五章将要读到的，EVA 和 NPV 在评价公司价值上面可以给出相同的答案。然而，由于 EVA 是一个流量指标，它可以用于设计一种随时间而延续的激励机制。

总之，米勒－莫迪利亚尼的论文主要是证明了，

应当把企业的经济模型和 NPV 作为评价投资项目的工具。他们提供了一个理论框架，以便把 EVA 作为一个度量业绩的指标和建立激励制度的基础，使得管理人的行为和股东的需要相一致。股东要求管理人持续地改善公司的 EVA。这样，激励机制需要使用一种延滞的奖金指标。如果每年的 EVA 改善未能持续，这种奖金就是不确定的，可能受到损失。这是让那些先行投资者们支持 EVA 概念的最重要理由。对这些先行者们来说，激励计划只是建立一种合理的公司治理结构的方法。为了使管理人按照业主要求行事，关键不是股份或者法律头衔，而是带有风险的奖金价值。如果业绩的改善不能持续，这些价值可能损失掉。

1958 年以来金融经济学革命的第二个主要进展是，1975 年罗杰斯特大学教授威廉·麦克灵和哈佛工商管理学院教授迈克尔·詹森关于代理理论的论文。他们的主要成就是，应该诱使管理人去代表股东的利益，股东和债权人必须付出监督成本，以使管理人对股东负责。如果没有监督管理人的强硬措施，公司将使股东失去大量的潜在价值。然而，由于 70 年代极左的政治经济气候的影响，情况变得更加恶化。当时的气候鼓励公司董事们遵循一种独立的路线：也就是说独立于股东的利益，而关注其他相关人的利

益，包括供应商、员工、社区和环境等等。同样有害的是，董事会鼓励公司管理人追求市场份额，为了自己的利益而扩张公司规模（即使牺牲了股东的价值），这常常带来灾难性的后果。

詹森在 1986 年的一篇论文“自由现金流的代理成本”中，说明了在目前的公司结构之下，为什么自由现金流被用于交叉资助那些低回报的项目，特别是一些不相关业务活动的项目。所谓自由现金流（free cash flow）是指，用于保持目前的公司资产结构和投资回报需求之外的现金。在 1989 年《哈佛商业评论》的文章“上市公司的衰落”中，詹森说明了为什么上市公司将演变成 KKR 结构（Kohlberg Kravis Roberts），这种结构更紧密地将所有者和管理人的利益连成一体。KKR 是一家代理机构，和许多其他机构一样，通过组织融资和注入大笔资本来取得控制权，KKR 在选择交易上追求尽善尽美。通常，KKR 要求管理人有自己的股权投入，取得少数股东的地位。在正常情况下，管理人把自己财产的一个较大比重投资于所管理的公司，使自己的利益和公司利益保持一致。

对治理结构存在问题的公司来说，最后的解决方式就是敌对接管（或者敌对接管的威胁）和债资收购。债资收购终于使股东避免了那些浪费资源的投

资，摆脱了无能的管理人和公司董事。

回顾起来，迈克尔·詹森的理论对 EVA 的形成具有深远的影响。对詹森来说，KKR 模式是一个极为成功的创新：债资收购带来了巨大的债务，管理人要精心应付偿债压力，可能还要不断地发行新债才能维持下去。詹森考虑的主要是成熟行业中的公司。我认为他所指的行业包括钢铁、水泥、造纸和汽车。人们认为，在这些行业投资只能带来零水平的 EVA，这种回报等于风险调整后的必要回报率。

然而，这并不能让我信服。我认为，与 EVA 之下的激励机制相比，债务的作用在很大程度上是不必要，或是第二等重要的。EVA 激励机制的结构是，管理人的报酬与 EVA 的持续改善挂钩，是可变的，而且上不封顶。数百个应用 EVA 的成功案例表明，企业往往拥有巨大的隐藏价值和待开发的业绩。一旦在组织中建立了 EVA 激励机制，这种好处就会释放出来，所有员工就会成为企业的合伙人，为企业创造持续的业绩。这就是典型的“雇员资本主义模式”（employee capitalism）。

由于企业中的资产是共同使用的（随之而来的转移定价也是一个难以解决的问题），我们的建议是，使用 EVA 驱动因素作为激励机制的核心。EVA 驱动因素（EVA drivers）是一些公司业绩的分解指标，

公司内部各个层次的员工可以通过自己的行为来控制它们。如果一个员工可以影响企业的 EVA 驱动因素，为什么不以 EVA 为基础建立我们的激励机制呢？

我一直认为，如果整个行业死气沉沉，就可以应用 EVA 而重新唤醒。在 EVA 的模式下，员工成为业主，不断地改善企业的业绩。比如，汽车零部件供应商 SPX、联邦巨人（Federal - Mogul）和 Echlin 公司一旦采用了 EVA，它们很快就改善了业绩。比如在办公家具行业，Herman Miller 公司也取得了惊人的业绩。上面这些公司本来也可以成为詹森的 KKR 模式的候选者。在詹森看来，这些公司都处于成熟行业，因此可以从中发掘出大量的自由现金流。

不用说，按照 EVA 原则设计的激励机制应当贯穿到整个组织的基层。普通的员工成为负责价值变化的代理人（value change agents）。在 28 个月中，SPX 的股价从 15 美元涨到 78 美元，增加了 4 倍还多。Herman Miller 公司的股价在不到两年的时间里涨了 4 倍。今天，只要一家公司宣布要采用 EVA 模式，我们就将看到它们的股价在仅仅一个星期的时间里增长 30%。最近的例子发生在 1998 年 2 月。当时 Omnicare 公司刚刚宣布要实施我们的 EVA 管理方案，其公司股价就从 28 美元涨到 39 美元，每股增加了 11